
Revue de l'OFCE n° 65 / Avril 1998

La diffusion internationale de l'euro

Jacques Le Cacheux

Professeur d'économie à l'Université de Pau et des pays de l'Adour,
Directeur du département des études

La création de l'euro est-elle susceptible de remettre en cause la suprématie du dollar dans le système monétaire international ? Quelle sera l'étendue de ses usages en dehors des frontières de l'union monétaire européenne ? Cet article passe en revue les principaux déterminants du processus de diffusion internationale de la future monnaie européenne, en mettant l'accent sur les facteurs financiers et sur la relative indétermination de l'issue de cette compétition internationale entre grandes devises : l'existence de marchés financiers et de marchés des changes très développés et très liquides permet, en effet, de déconnecter les différentes fonctions traditionnelles de la monnaie et rend, de ce fait, très ténus les liens habituellement supposés entre usages et motifs de détention d'une devise. L'inadéquation des cadres conceptuels généralement utilisés pour analyser la concurrence internationale entre devises nous amène à esquisser, à la suite de certains travaux récents, une analyse alternative, fondée sur les caractéristiques de bien public de la monnaie.

Désormais donnée pour quasi certaine à l'horizon prévu du 1^{er} janvier 1999, la création de la monnaie unique européenne, l'euro, entraînera inéluctablement une modification sensible de l'environnement monétaire et financier mondial ; ne serait-ce que mécaniquement, dans la mesure où la disparition des monnaies nationales des pays participants réduira le volume des transactions de change intra-européennes et la nécessité, pour leurs banques centrales, de détenir des réserves de change pour assurer la défense des parités au sein du Mécanisme de change européen (MCE) du Système monétaire européen (SME). Mais au delà de cet effet mécanique, quelles seront les conséquences de cette nouvelle donne monétaire européenne sur l'équilibre monétaire international ? L'euro concurrencera-t-il le dollar dans ses différentes fonctions de monnaie internationale ? S'agira-t-il d'un « euro fort » ou d'un « euro faible » ?

Bien que de nombreux auteurs aient déjà largement exploré ces questions au cours des années récentes, il apparaît particulièrement malaisé de prévoir l'ampleur des effets de la diffusion internationale de l'euro. Certes, il est possible, à l'aide des raisonnements habituels de l'économie

et de la finance internationales et des données disponibles sur les différents usages internationaux des monnaies existantes, de recenser les principales conséquences de l'introduction de l'euro. Mais plusieurs de ces conséquences s'exercent de manière contradictoire sur le taux de change, les taux d'intérêt et le solde courant européen, de sorte que l'on est bien en peine de conclure sur le signe et l'ampleur de leur résultante.

Les analyses des questions monétaires, dans le cadre d'un espace monétaire national, s'appuient généralement sur les différents motifs de détention d'encaisses liquides, en faisant l'hypothèse d'une congruence parfaite entre la détention et les besoins de règlement des transactions auxquels les agents économiques doivent faire face. Or, dans le contexte monétaire et financier international contemporain, l'existence de marchés des changes, de marchés d'actifs financiers et de marchés de couverture des risques — marchés dérivés — très développés et très liquides, permet, au contraire, une déconnexion entre les actifs détenus et les besoins de règlement ; en effet, les grandes fonctions de la monnaie — unité de compte, intermédiaire des échanges et réserve de valeur, selon l'analyse monétaire traditionnelle — peuvent parfaitement être remplies par des unités monétaires distinctes.

L'analyse de la diffusion internationale de l'euro peut être menée en termes d'équilibre sur les marchés d'actifs financiers, en considérant les principaux déterminants de la demande et de l'offre d'actifs — y compris les encaisses monétaires — libellés dans les différentes devises, principalement l'euro et le dollar. Dans la première partie, les comportements des investisseurs — détenteurs de portefeuilles, donc demandeurs d'actifs — sont recensés, en distinguant la détention de réserves des banques centrales des choix de portefeuilles des investisseurs privés. La deuxième partie est consacrée à l'analyse des évolutions possibles de l'offre de titres en euro. Dans la troisième partie, les interactions contradictoires entre ces différentes forces et la valeur externe de l'euro, les taux d'intérêt et le solde courant de l'Union sont discutées. La quatrième partie esquisse les contours d'une analyse alternative du processus de compétition entre les grandes devises dans le contexte monétaire international. Enfin, la cinquième partie présente quelques remarques de conclusion.

La recomposition des portefeuilles

La création de la monnaie unique européenne va induire une recomposition des portefeuilles internationaux dont l'ampleur dépend essentiellement de deux catégories d'éléments : d'une part les motifs de détention des actifs internationaux qui animent les détenteurs ; d'autre part, les rendements relatifs anticipés des titres libellés dans les princi-

pales devises. La détention de devises et d'actifs en devises par les banques centrales ou par les investisseurs privés peut, en effet, répondre à différents impératifs : réserves de change, motif de transaction, placement et diversification de portefeuille. De ces quatre motivations, trois au moins engendrent une demande qui dépend des taux d'intérêt, puisqu'on sait depuis Baumol (1952) que la détention de monnaie à des fins de transaction est sensible au taux de rendement sur les actifs rémunérés.

Les réserves des banques centrales

La détention de réserves par les banques centrales constitue une composante importante de la diffusion internationale d'une monnaie, même si leur montant total ne représente qu'une petite fraction de la détention d'actifs dans le monde. La position dominante actuelle du dollar est bien connue, bien que sa part dans le total ait enregistré une certaine baisse au cours des années quatre-vingt et connaisse des fluctuations en partie liées aux évolutions des taux de change : fin 1996, selon la BRI, sur un montant total de réserves officielles de 1518 milliards de dollars, les avoirs en dollar représentaient environ deux tiers, le reste étant réparti entre les devises des pays qui devraient être membres de la zone euro (un peu plus de 20%), le yen (environ 7%), la livre britannique et le franc suisse. Dans le détail, la composition par devises des réserves de change des banques centrales varie selon les zones géographiques, la prépondérance du dollar étant plus marquée dans les réserves des pays d'Amérique latine et d'Asie, un peu moindre dans celles des pays d'Europe centrale et orientale (PECO) et dans les pays membres de l'UE en dehors de l'Allemagne.

La création de l'euro modifiera-t-elle sensiblement cette structure des réserves des banques centrales et dans quel sens ? Bien que de nombreuses études, dont les conclusions sont résumées par McCauley (1997), prédisent, d'une part, une diminution du montant total des réserves, due à l'existence d'un « excès de réserves » dans les banques centrales des pays membres de la zone euro, et, d'autre part, une réduction de la place du dollar, au profit de l'euro, de telles évolutions sont loin d'être certaines. En premier lieu, la notion même de « réserves excédentaires » repose sur deux hypothèses contestables : d'abord, celle que les banques centrales européennes associées au sein du Système européen de banques centrales (SEBC) jugeront qu'elles ont des besoins de réserves moindres ; ensuite, l'hypothèse que la détention de réserves serait coûteuse, de sorte que les banques centrales souhaiteraient en minimiser le montant. Or les réserves de change des banques centrales sont généralement détenues sous forme d'actifs liquides rémunérés en devises, ce qui limite considérablement la portée du second argument. Quant au premier, il néglige le fait que les réserves des banques centrales européennes

hors Allemagne sont constituées, pour près de moitié, d'actifs liquides en devises des pays du « noyau dur » de l'UE ; ces actifs seront donc automatiquement convertis en euro lors de sa création et disparaîtront ainsi de la rubrique « réserves de change » de l'actif de ces banques centrales pour rejoindre celle des contreparties internes de la masse monétaire euro : cette modification automatique de la composition de l'actif des banques centrales de la zone euro, sans incidence, en principe, sur le passif total — c'est-à-dire sur la masse monétaire en euro — réduira les réserves de change totales des banques centrales européennes. Mais souhaitent-elles aller au delà, et amputer délibérément leurs avoirs en dollar ? La Bundesbank et ses consœurs, réunies au sein du Système européen de banques centrales (SEBC) ne seraient enclines à le faire que si elles décidaient d'adopter, à l'égard des taux de change de l'euro, par rapport au dollar notamment, mis également par rapport aux autres devises européennes, une attitude indifférente (*benign neglect*), renonçant à toute intervention sur les marchés des changes.

Concernant le comportement des banques centrales en dehors de la zone euro en matière de composition des réserves, les évolutions ne sont guère plus prévisibles. Elles dépendent en effet des motifs de détention de ces réserves et des possibilités et des stratégies d'intervention des banques centrales considérées. On a longtemps raisonné comme si la structure par devises des réserves d'une banque centrale était dictée par les besoins de devises engendrés par le règlement de ses importations et par sa politique de change, c'est-à-dire essentiellement la devise dont elle cherche à influencer le cours par rapport à sa propre monnaie.

Le développement des marchés des changes des grandes devises offrant à toute banque centrale la possibilité de se procurer facilement et sans délai n'importe quel montant de celle qu'elle souhaite, la portée de ce raisonnement apparaît faible, même dans l'hypothèse où l'euro verrait son rôle de monnaie véhiculaire dans le commerce international s'accroître, ce que rien ne permet d'assurer compte tenu de la relative faiblesse du commerce extra-communautaire des pays de la zone euro. En outre, l'expérience des premières années du Système monétaire européen (SME) montre, s'il en était besoin, que des banques centrales peuvent poursuivre des politiques de change fixe par rapport à une devise — en l'occurrence le mark — en intervenant avec une autre devise — le dollar notamment —, surtout lorsqu'il s'agit d'un « petit » pays ¹. Les marchés des changes fonctionnent aujourd'hui de telle manière que le dollar est impliqué dans plus de 80% des transactions (BRI, 1997a) ; après la création de l'euro, ce pourcentage se trouvera mécaniquement accru par la disparition des transactions de change entre les monnaies

¹ Dans ce cas, en effet, les interventions sur le marché des changes de la devise tierce n'ont que peu d'effet sur celle-ci. En d'autres termes, les « externalités pécuniaires » engendrées par une telle politique d'intervention sont alors négligeables (cf. Le Cacheux 1981 ; Flandreau, 1995).

des pays membres, de sorte que la part du dollar pourrait dépasser les 90% (Mc Cauley, 1997), ce qui aura pour effet d'accroître encore la liquidité du marché des changes du dollar.

Deux arguments plaident néanmoins en faveur d'une augmentation de la demande de réserves en euro de la part des banques centrales. Le premier relève de la diversification, que pourrait encourager le développement d'un important marché liquide de titres à court terme libellés dans la devise européenne — le comportement des banques centrales ne différant pas, de ce point de vue, de celui des investisseurs privés (cf. *infra*). Le second concerne les banques centrales des pays qui choisiront d'ancrer leur devise à l'euro. Les analyses fondées sur la notion de régime de change optimal (cf., par exemple, Benassy-Quéré, 1996) montrent, en effet, que le choix de la devise de référence devrait être dicté par la structure des échanges commerciaux et, éventuellement, des investissements directs étrangers. Il est, dès lors, probable que les banques centrales des pays dont le commerce extérieur est fortement polarisé vers les pays membres de la zone euro choisissent la devise européenne comme référence.

Un tel choix concerne, bien sûr, en premier lieu, les pays de l'UE qui, n'étant pas d'emblée inclus dans la zone euro, participeront au SME-bis que le Sommet européen de Vérone a prévu de mettre en place entre l'euro et les « pré-ins » — pays membres de l'UE, mais restés en dehors de l'union monétaire —, mais aussi un cercle plus large de pays d'Europe, d'Afrique et du Proche-Orient dont les liens commerciaux avec l'UE sont étroits : les PECO — en particulier ceux qui sont susceptibles d'adhérer dans un avenir proche à l'UE (cf., par exemple, Le Cacheux, ed., 1996) —, la Turquie et les pays méditerranéens liés à l'UE par des accords commerciaux, ainsi que les pays africains membres de la zone franc. Plusieurs de ces pays ont, d'ailleurs, d'ores et déjà une politique d'ancrage de leur devise à une devise ou à un panier de devises européennes, mais détiennent déjà une part importante de leurs réserves de change en devises de pays de la zone euro (BRI, 1997b), de sorte que leur demande d'euro pourrait ne pas augmenter sensiblement. En outre, pour ceux qui, tels la Russie et certains autres membres de la Communauté des Etats indépendants (CEI) — Azerbaïdjan, Kazakhstan, etc. — ou encore les producteurs de pétrole du Moyen-Orient, exportent majoritairement des matières premières, notamment des hydrocarbures, un ancrage au dollar devrait continuer de prévaloir, sauf à imaginer un improbable changement des choix d'unité de compte et de facturation sur ces marchés. Toutefois, dans tous ces cas également, la congruence supposée entre devise utilisée pour l'ancrage nominal ou pour la facturation et le règlement des échanges et devise dans laquelle sont libellées les réserves de change des banques centrales n'est en rien assurée, du fait de la liquidité des marchés des changes et des marchés financiers en dollar.

Les portefeuilles privés

Le comportement des investisseurs privés est, évidemment, plus décisif encore que celui des banques centrales, dans la mesure où les montants en jeu sont beaucoup plus importants : les seuls encours de dette obligataire dans les pays de l'OCDE représentaient, fin 1996, plus de 23000 milliards de dollars, dont près de deux tiers étaient constitués de titres de dette publique (BRI, 1997a), auxquels il convient d'ajouter les encours d'obligations internationales (environ 3200 milliards fin 1996) et les capitalisations boursières. A la lumière des structures de détention actuelles (Artus, 1997), il apparaît que les portefeuilles des investisseurs privés des principaux pays sont fortement dominés par les titres nationaux, même si la part des actions étrangères a eu tendance à augmenter au cours des années récentes — à l'exception notable de l'Allemagne. Il est donc tentant de conclure à l'existence d'une diversification insuffisante et donc d'un potentiel d'accroissement de la demande de titres étrangers dans la plupart des pays. Ceci n'implique toutefois pas nécessairement que la part des actifs libellés en euro soit appelée à croître, du moins à brève échéance.

La faible diversification internationale des portefeuilles privés est, en effet, un constat récurrent des études fondées sur l'hypothèse de minimisation des risques. Elle reflète, apparemment, en partie une préférence pour les titres libellés en monnaie nationale que la création de la monnaie européenne ne devrait pas remettre en cause. Certes les différents actifs financiers des pays participant à l'euro seront libellés en euro, ce qui représente une masse non négligeable — le stock de dette obligataire de ces pays équivaut à près de 60% de celle des Etats-Unis (publique et privée) — ; mais cette unification des marchés financiers n'implique pas nécessairement que la demande de ces titres s'accroîtra.

En premier lieu, la tendance constatée à la préférence pour « l'habitat national » pourrait ne pas être remise en cause par la création de l'euro. En outre, si le désir de diversification internationale repose sur des motifs de liquidité et de minimisation du risque, la constitution d'un marché financier unifié des titres en euro aura des effets contradictoires sur la structure des portefeuilles privés. S'il est, en effet, évident que la taille de ce marché et la disparition du risque de change sur les différents actifs européens correspondants auront des conséquences favorables en termes de liquidité, la substituabilité des titres en euro n'a aucune raison d'être parfaite. La covariance des taux de rendement de ces actifs devrait augmenter ; mais, si les marchés financiers sont en mesure de discriminer entre les émetteurs et d'imposer des primes de risque croissantes en fonction du degré d'endettement, la convergence des taux de rendement obligataires résultera davantage des contraintes de finances publiques du traité de Maastricht et du Pacte de stabilité et de croissance que de l'intégration financière consécutive à l'unification monétaire ; et de même, si les taux de rendement des actions euro-

péennes devaient connaître une convergence accrue, celle-ci serait attribuable à l'uniformisation des conditions monétaires et de la conjoncture dans la zone euro tout autant qu'à l'intégration financière. Enfin, la disparition du risque de change sur les instruments financiers à l'intérieur de la zone et l'éventuel renforcement de la covariance des rendements feront disparaître une partie des motifs de diversification pour les investisseurs européens, qui seront au contraire enclins à détenir davantage des titres libellés dans des devises autres que l'euro, notamment le dollar.

Quant aux choix des banques et intermédiaires financiers en matière de composition de leur actif, ils ne sont pas, *a priori*, beaucoup plus prévisibles. Fin 1996, les encours de prêts internationaux des banques étaient de l'ordre de 7600 milliards de dollars, les prêts en dollars représentant environ 43% du total, et ceux libellés dans les devises des pays de la future zone euro environ un quart (lire italienne incluse) ; les avoirs extérieurs des banques étaient d'environ 4250 milliards de dollars, dont un peu plus de la moitié en dollars et un peu plus d'un quart dans les devises de la zone euro (BRI, 1997a). Mais là encore, les déterminants d'un éventuel changement de proportions ne sont pas univoques et dépendent en partie des choix de la clientèle.

L'offre d'actifs financiers en euro

En définitive, donc, il ne semble pas possible de conclure catégoriquement que la demande mondiale d'actifs en euro augmentera sensiblement au détriment de celle des actifs en dollar : même si l'on peut juger une telle évolution probable à terme, les forces qui jouent dans le sens d'un relatif *statu quo* international ne peuvent être négligées.

Mais en outre, l'internationalisation d'une devise dépend tout autant du désir des débiteurs de s'endetter dans la devise considérée. Les éventuelles modifications de l'équilibre sur les marchés financiers internationaux qu'entraînera l'introduction de l'euro dépendent donc également des changements pouvant se produire du côté de l'offre de titres : celle-ci n'est, en effet, pas fixée de manière immuable, et les déterminants des comportements des débiteurs — émetteurs de titres — méritent donc d'être brièvement recensés.

Les stocks de dette en devises

Si l'on peut considérer, en première approximation, que les pratiques en matière d'émission d'actions ne devraient pas être sensiblement affec-

tées par la création de l'euro, les entreprises de la zone euro étant désormais cotées dans cette devise, il n'en va pas nécessairement de même en ce qui concerne les offres des différents instruments de dette négociable, notamment les obligations.

Comme on l'a rappelé plus haut, l'encours total de la dette obligataire des principaux pays développés était, fin 1996, de l'ordre de 23000 milliards de dollars, dont environ 50% d'obligations américaines, et un peu de moins de 30% d'obligations des pays membres de la future zone euro (Italie incluse), les proportions étant évidemment sensibles aux taux de change. Les dettes publiques obligataires représentent, en moyenne, entre 50 et 60% de cet encours total, et il est raisonnable d'anticiper que ces pays continueront, pour l'essentiel, d'émettre leurs obligations publiques dans leur propre devise. L'inertie de ces stocks étant importante et, dans la mesure où les encours de dettes publiques européennes sont, en principe, amenés à se stabiliser ou à se réduire dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance et où la dette publique américaine devrait connaître également une certaine réduction du fait de la politique budgétaire actuellement menée aux Etats-Unis, l'évolution de cette composante de l'offre de titres est relativement prévisible, du moins à l'horizon de quelques années.

Il n'en va pas de même pour les encours de dettes obligataires privées. Les comportements d'émission d'obligations privées résultent en effet des choix de financement des entreprises. Ils sont dès lors influencés par les opportunités offertes par les autres modalités de financement — bancaires notamment — et par les conditions de marché — taux de rémunération, liquidité du marché, etc.

Mais la plus grande incertitude concernant les évolutions des offres d'obligations en devises provient de la difficulté de prévoir les modifications induites par la création de l'euro dans les émissions d'obligations internationales, publiques et privées, dont l'encours avoisinait, fin 1996, 3200 milliards de dollars, dont environ 38% en dollar (BRI, 1997a). Le choix de s'endetter dans une devise autre que la monnaie nationale dépend en effet de la liquidité du marché obligataire correspondant et de l'attractivité des taux qui prévalent sur ce marché, mais également des anticipations de change de l'émetteur et des possibilités de couverture éventuelle des risques de change.

La gestion actif-passif et l'euro

Dans un environnement financier largement ouvert et déréglementé, il apparaît que les principaux acteurs de la finance — banques, intermédiaires financiers et grandes entreprises non financières — ont la possibilité de pratiquer une gestion active de leur actif et de leur passif en monnaie nationale et en devises, la liquidité des grands marchés des

changes et les multiples possibilités de couverture des risques offertes par les marchés d'instruments dérivés permettant d'effectuer toutes les transformations souhaitées et de déconnecter les besoins de financement de la devise dans laquelle sont libellées les créances émises. Les opportunités d'arbitrage et de gestion active actif-passif devraient être accrues par l'émergence de marchés liquides et profonds d'instruments financiers en euro. Mais on ne saurait en conclure que cette seule évolution suffira à remettre en cause la suprématie du dollar dans ce domaine, les arguments étant sensiblement les mêmes que ceux évoqués à propos des réserves de change.

Solde de la balance courante de l'union monétaire, taux de change de l'euro et internationalisation

Bon nombre des analyses récentes cherchant à élucider les perspectives d'internationalisation de l'euro visent également à prévoir les conséquences des évolutions potentielles identifiées sur les variables macroéconomiques et financières européennes. Les demandes et les offres d'actifs financiers libellés dans les différentes devises déterminent en effet les taux d'intérêt nominaux, les cours boursiers et les taux de change. Mais, comme on l'a rappelé dans ce qui précède, les modifications induites par la création de l'euro dans l'équilibre des marchés financiers sont d'autant plus difficiles à prévoir qu'aux incertitudes sur les choix des détenteurs d'actifs — banques centrales et investisseurs privés — s'ajoutent celles qui entourent les comportements des offreurs de titres, eux-mêmes influencés par les évolutions des taux de rémunération et les anticipations de variation des taux de change des devises entre elles.

Fondamentaux et finance

Plusieurs études récentes (par exemple, Artus, 1996 et 1997b ; Masson, Krueger et Turtelboom, eds., 1997) s'appuient sur les déterminants « fondamentaux » des flux d'épargne et d'investissement nationaux et internationaux pour en inférer les tendances « lourdes » des offres et des demandes d'actifs financiers. Les pays de la zone euro étant, du fait de la tendance au vieillissement rapide de leurs populations et des politiques de consolidation budgétaire entreprises dans le cadre du traité de Maastricht, et du fait de taux d'investissement durablement faibles, en situation d'excédent courant persistant, ils sont structurellement créanciers du reste du monde. Il est tentant d'en conclure que les rendements sur les placements en euro tendront à être faibles et que l'offre nette de

titres libellés dans cette devise le sera également, ce qui nuirait à l'internationalisation de l'euro.

Toutefois ce raisonnement, qui rappelle celui proposé par Triffin (1960) sur les mécanismes et les conséquences de l'internationalisation du dollar, notamment la nécessité d'un déficit de la balance courante américaine, suppose l'existence d'un lien étroit entre les positions créancières ou débitrices nettes des pays et l'ampleur des usages internationaux de leurs monnaies, lien qui n'a aucune raison d'être dans une économie mondiale financièrement intégrée et libéralisée.

D'une part, en effet, le raisonnement en termes de « fonds prêtables » qui sous-tend l'analyse précédente de la détermination des taux de rendement des actifs ne peut, dans un tel contexte financier mondial, s'appliquer qu'à l'équilibre mondial épargne-investissement, les différences entre les taux de rendement libellés dans les diverses devises reflétant principalement la perception qu'ont les investisseurs des risques, notamment de change, que présentent ces différents placements. En outre, dans un monde financièrement intégré, la devise dans laquelle sont libellés les actifs ne coïncide pas nécessairement avec les positions créancières ou débitrices nettes des pays émetteurs, même si la soutenabilité de ces positions peut contraindre, à long terme, les évolutions des taux de rendement (Kenen, 1997). Il est, en effet, assez clair qu'historiquement, l'usage international d'une monnaie, dans ses différentes fonctions, est lié à la puissance économique du pays émetteur ; mais l'horizon auquel on se réfère alors n'est, à l'évidence, pas celui de la décennie.

Le rôle des banques et des marchés financiers

En réalité, l'équilibre des demandes et des offres sur les marchés financiers internationaux et les niveaux des taux de change et des taux d'intérêt qui en résulteront, dépendent, du moins à court et moyen termes, des choix des banques et intermédiaires financiers en matière de libellé des produits proposés aux investisseurs et aux emprunteurs. La finance contemporaine permet, en effet, comme on l'a souligné, une variété quasi illimitée de combinaisons qui rendent le lien entre les « fondamentaux » et les variables financières très lâche. Dès lors, la résultante des différentes forces qui ont été recensées sur les évolutions des taux de change, des taux d'intérêt et des soldes courants des principales est, *a priori*, indéterminée.

La concurrence internationale entre les grandes devises

La diversité des arguments avancés et l'ambiguïté des conclusions que l'on peut en tirer quant à la place future de l'euro dans le système monétaire international font clairement apparaître les faiblesses des outils de l'analyse monétaire, internationale notamment : les économistes éprouvent encore les plus grandes difficultés à intégrer la monnaie dans des cadres d'hypothèses où les agents économiques n'ont pas véritablement de motifs sérieux d'en détenir spontanément ou, au mieux, lorsqu'il existe une forme d'imperfection de marché permettant de fonder théoriquement l'existence de la monnaie, n'ont qu'un seul motif de détention d'encaisses monétaires, soit pour le règlement des transactions, soit à des fins de placements. Il convient donc, pour appréhender les déterminants de la diffusion internationale d'une devise, de tenter de combiner les enseignements de l'analyse de la demande de monnaie à des fins de règlement des transactions — réelles et financières —, qui repose sur l'acceptabilité et l'universalité de la devise utilisée, et tend donc à conclure à la domination d'une devise sur les autres, et ceux des analyses de la demande liée à la diversification des portefeuilles, qui, au contraire, tendent à prédire que les instruments financiers libellés dans les différentes devises coexisteront dans les portefeuilles des investisseurs, mais aussi au passif des débiteurs. L'existence de marchés des changes et de marchés de couverture des risques, les uns et les autres très liquides, complique encore l'analyse, en ce qu'elle oblige à prendre en compte les deux types de motivations simultanément.

Depuis les travaux de Hayek (1976), l'analyse de la concurrence entre les monnaies est généralement formulée en termes d'attributs intrinsèques de chaque devise — la stabilité de son pouvoir d'achat et sa liquidité, ou acceptabilité — ou de coûts de sa détention — taux d'intérêt, notamment — : la demande de chacune des devises est censée être déterminée par un calcul des avantages et coûts de leur détention. Toutefois, dans un article récent, Figuet et Kauffmann (1998) passent en revue les différentes analyses disponibles du phénomène de « substitutabilité » des devises, pour conclure qu'aucune des analyses disponibles n'est en mesure de rendre compte du phénomène de manière satisfaisante. C'est notamment que ces analyses s'attachent principalement à la fonction d'intermédiaire des échanges de la monnaie, et qu'elles mettent l'accent sur la première des caractéristiques, à savoir la stabilité de son pouvoir d'achat. Or ce facteur apparaît peu important empiriquement, du moins si l'on excepte les épisodes d'hyperinflation, au cours desquels on observe effectivement des phénomènes de substitution d'une devise étrangère — dollarisation, le plus souvent — à la monnaie nationale.

Les faiblesses des analyses existantes incitent donc à rechercher ailleurs des outils analytiques plus appropriés, c'est-à-dire prenant davantage en compte les spécificités de la monnaie, et notamment sa liquidité. Celle-ci peut se comprendre comme correspondant à son acceptabilité, qui dépend de facteurs tels que l'efficacité et la sûreté du système de paiement dans la monnaie considérée, l'existence, la liquidité et la diversité des marchés d'instruments financiers et d'instruments dérivés — de couverture des risques —, libellés dans cette monnaie, etc. Tous ces facteurs ont en commun de présenter des « effets de réseau », en particulier des externalités de demande dues aux rendements croissants d'adoption, qui engendrent des interdépendances stratégiques entre les agents économiques, donc des évolutions qui tendent à être auto-entretenues : plus le nombre d'agents ayant déjà adopté la monnaie considérée est important, plus il est avantageux pour un agent de l'adopter à son tour. La monnaie internationale s'apparente ainsi, comme le soulignait déjà Tobin, à un langage ; elle apparaît alors sous un double éclairage : bien privé, certes, mais également bien public international (Aglietta, 1986).

Il est, dès lors, fructueux, comme le suggèrent Figuet et Kauffmann (1998), de mettre à profit l'analogie entre ce problème et celui de la diffusion des standards technologiques, dont les caractéristiques sont voisines et qui a fait l'objet d'analyses récentes dans le champ de l'économie de l'innovation. Ces analyses concluent, généralement, que l'issue de la « compétition » entre standards — ici entre devises — est, généralement, imprévisible et ne correspond pas à une situation où les « meilleur » standard dominerait ou éliminerait le ou les autres. En réalité, l'un des standards finit, le plus souvent, par s'imposer comme standard dominant, mais le ou les autres persistent dans des « niches technologiques ». En raisonnant par analogie, et considérant que le marché national constitue la « niche technologique » de chaque monnaie, ces conclusions suggèrent donc que l'une des grandes monnaies, dollar ou euro, dominera l'autre dans les usages véhiculaires internationaux ; mais aussi que le standard installé — la monnaie internationale en place, c'est-à-dire le dollar — dispose d'un avantage au départ, et qu'il n'est susceptible d'être remplacé par l'euro que si les instruments libellés dans la monnaie européenne atteignent une « masse critique », que seul le développement de marchés financiers et d'activités bancaires en euro permettra d'obtenir.

En guise de conclusion

En définitive, il apparaît que les incertitudes qui entourent l'avenir du système monétaire international et la place respective du dollar et de l'euro dans ce système sont nombreuses et que les analyses disponibles

ne permettent pas de les lever. Tout au plus, les raisonnements en termes de diffusion de « standard monétaire » évoqués dans la dernière section autorisent-ils à prédire que la « niche technologique » de l'euro sera, d'emblée, importante : l'arithmétique sur laquelle repose bon nombre des études existantes se voit donc ainsi conférer un statut de « plancher », dans l'évaluation des usages de l'euro. Mais il ne s'agit pas là d'une véritable internationalisation de la devise européenne. Notre analyse suggère que celle-ci reposera pour beaucoup sur les évolutions qui affecteront les marchés financiers et sur la capacité des secteurs bancaires et financiers européens d'offrir des produits attractifs en euro, mais aussi sur la liquidité des marchés financiers, des marchés des changes et des marchés d'instruments dérivés en euro. Or cette liquidité dépend certes de l'ampleur et de la profondeur de ces marchés, renvoyant ainsi aux comportements des offreurs et demandeurs de titres financiers, mais également de l'action de la Banque centrale européenne, qui conduira la politique monétaire de l'union monétaire et devra, en cas de crise, accepter de jouer le rôle de prêteur en dernier ressort, contrepartie inéluctable de l'internationalisation de sa devise. Il s'agit là d'un coût potentiellement important de la diffusion internationale de l'euro.

Références bibliographiques

- AGLIETTA, Michel, 1986 : *La fin des devises-clés*, Paris, Agalma, La Découverte.
- ALOGOSKOUFIS, George, Richard PORTES et Hélène REY, 1997 : « The Emergence of the Euro as an International Currency », communication au 26^e panel de *Economic Policy*, Bonn, 17-18 octobre.
- ARTUS, Patrick, 1996 : « A Strong Euro or a Weak Euro », *Document de travail CDC, SEEF*, n°1996-02/EI, novembre.
- ARTUS, Patrick, 1997a : « L'euro, la diversification de portefeuille et la gestion des réserves », *Document de travail CDC, SEEF*, n°1997-09/EI, septembre.
- ARTUS, Patrick, 1997b : « L'unification monétaire et l'équilibre financier entre l'Europe et le reste du monde », *Document de travail CDC, SEEF*, n°1997-10/EI, novembre.
- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX, 1997a : *International Banking and Financial Market Developments*, Bâle, mai.
- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX, 1997b : 67^e *Rapport annuel*, Bâle, juin.

- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX, 1997c : *Handbook of Central Banks of Central and Eastern Europe*, Bâle, juin.
- BAUMOL, William J., 1952 : « The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach », *Quarterly Journal of Economics*, vol.66.
- BENASSY-QUÉRÉ, Agnès, 1996 : « Potentialities and Opportunities of the Euro as an International Currency », *Economic Papers*, Commission européenne, n°115, juillet.
- DE BOISSIEU, Christian, 1996 : « Stability in a Multiple Reserve Asset System », in Michael MUSSA, James M. BOUGHTON et Peter ISARD, eds., 1996, *The Future of SDR: In Light of Changes in the International Financial System*, Washington, DC., Fonds monétaire international.
- COHEN, Daniel, 1997 : « How Will the Euro Behave? », in Paul R. MASSON, Thomas H. KRUEGER et Bart G. TURTELBOOM, eds., 1997, *op. cit.*
- COMMISSION EUROPÉENNE, 1997 : « External Aspects of Economic and Monetary Union », *Commission Staff Working Paper*, SEC(97) 803, avril.
- FIGUET, Jean-Marc, et Pascal KAUFFMANN, 1998 : « L'avenir de l'euro comme monnaie véhiculaire », communication au colloque *L'euro et le financement de la croissance en Méditerranée*, Marseille, 22-23 janvier 1998.
- FLANDREAU, Marc, 1995 : « The Burden of Intervention : Externalities in Multilateral Exchange Rates Arrangements », *Document de travail de l'OFCE*, n°95-09, novembre.
- FUNKE, Norbert, et Michael KENNEDY, 1997 : « International Economic Implications of the Euro », *OECD Economic Outlook*, vol.61, juin.
- ICARD, André, 1996 : « Dollar, deutschmark, yen, euro : qu'est-ce qu'une monnaie internationale ? », in André CARTAPANIS, ed., *Turbulences et spéculations dans l'économie mondiale*, Paris, Economica.
- KENEN, Peter B., 1997 : « Preferences, Domains, and Sustainability », *American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol.87, n°2, mai.
- KINDLEBERGER, Charles P., 1996 : *World Economic Primacy, 1550-1990*, Oxford, Oxford University Press.
- LE QUÉRÉ, FRANÇOISE, 1998 : « Les sources de l'internationalisation de l'euro », communication au colloque *L'euro et le financement de la croissance en Méditerranée*, Marseille, 22-23 janvier 1998.
- LE CACHEUX, Jacques, 1981 : *National Financial Policies and Asset Market Interdependence*, thèse de Doctorat européen d'économie, Institut universitaire européen, Florence (Italie).

- LE CACHEUX, Jacques, 1996 : « Monnaie unique : quelles chances face au dollar ? », *Cahiers de Centre de hautes études de l'armement*.
- LE CACHEUX, Jacques, ed., 1996 : Europe : *La nouvelle vague – Perspectives économiques de l'élargissement*, Collection « Références/OFCE », Presses de Sciences-Po.
- MARTIN, Philippe, 1997 : « The Exchange Rate Policy of the Euro : A Matter of Size? », *CEPR Discussion Paper Series*, n°1646, mai.
- MASSON, Paul R., THOMAS H. KRUEGER et BART G. TURTELBOOM, eds., 1997, *EMU and the International Monetary System*, Washington, DC., Fonds monétaire international.
- MCCAULEY, Robert N., 1997 : « The Euro and the Dollar », *BIS Working Papers*, n°50, Bâle, BRI, novembre.
- MCCAULEY, Robert N., et WILLIAM R. WHITE, 1997 : « The Euro and European Financial Markets », in Paul R. MASSON, Thomas H. KRUEGER et Bart G. TURTELBOOM, eds., 1997, *op. cit.*
- MUNDELL, Robert, 1993 : « EMU and the International Monetary System », in Guillermo DE LA DEHESA, Alberto GIOVANNINI, Manuel GUITIAN et Richard PORTES, eds., 1993, *The Monetary Future of Europe*, Londres, CEPR.
- SPAVENTA, Luigi, 1996 : « Coexisting with the Euro: Prospects and Risks after Verona », in Peter B. KENEN, ed., 1996, *Making EMU Happen: Problems and Proposals: A Symposium, Princeton Essays in International Finance*, n°199, août.
- THYGESEN, Niels, et ALII, 1995 : « The Implications for the International Monetary System of EMU with the ECU as its Single Currency », in ECU Institute, ed., 1995, *International Currency Competition and the Future Rôle of the Single European Currency*, Londres, Kluwer Law.
- TRIFFIN, Robert, 1960 : *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven, NH., Yale University Press.

